

ДЕТЕРМИНАНТЫ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА В КОНЦЕПЦИИ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ОРГАНИЗАЦИИ

Черкасова В. А.,

*Кандидат экономических наук, доцент
департамента финансов НИУ ВШЭ,
научный сотрудник лаборатории корпоративных финансов*

Чадин В. А.,

магистр экономических наук, НИУ ВШЭ

Деятельность любой компании зависит от стадии жизненного цикла, на которой она находится. Существует большое количество работ, рассматривающих теоретические аспекты функционирования компаний в разрезе жизненного цикла организаций. В то же время растет количество эмпирических исследований, посвященных детерминантам оборотного капитала. Несмотря на это, исследование оборотного капитала в разрезе жизненного цикла организации представляет достаточную научную новизну в данной области.

Оборотный капитал является важной частью финансового менеджмента, поскольку он отражает управление краткосрочными активами и обязательствами фирмы со сроком действия менее одного года, представляя, таким образом, текущую деятельность компании. Кроме того, управление оборотным капиталом напрямую влияет как на прибыльность, так и на ликвидность данной компании. Эффективное управление оборотным капиталом должно быть фундаментальной частью общей корпоративной стратегии, направленной на увеличение благосостояния акционеров.

Что касается детерминант оборотного капитала, то на развивающихся рынках было выявлено множество значимых факторов, влияющих на величину оборотного капитала, но среди наиболее распространенных можно выделить всего несколько: финансовый рычаг, прибыльность, размер, возраст и т.д. Наконец, актуальность изучения оборотного капитала сохраняется на каждой из стадий жизненного цикла ввиду значимого влияния на операционный результат компании, однако далеко не все детерминанты предполагаются значимыми на каждой из стадий жизненного цикла организации.

Практическая значимость исследования заключается в определении наиболее подходящей модели для тестирования детерминант оборотного капитала для российского рынка, что позволит оптимизировать оборотный капитал компании, улучшая, таким образом, ее операционный результат.

Ключевые слова: операционная деятельность, стадии жизненного цикла, финансовый рычаг, операционный цикл, прибыльность, операционный денежный поток, оборотный капитал

JEL: G31, G32

Введение

Исследование концепции жизненного цикла привлекает внимание в научной литературе, поскольку она позволяет определить основные критерии эффективности организации в зависимости от этапа ее жизненного пути. С другой стороны, изучение компаний в такой перспективе делает концепцию не только потенциальной для научных исследований, но и применимой в бизнес-среде: менеджеры организаций могут фокусироваться на ключевых аспектах деятельности организации в зависимости от ее принадлежности к определенному этапу жизненного цикла, а также использовать лучшие управленческие практики компаний на стадии роста и избегать организационных ошибок компаний на стадии спада. Эффективный менеджмент оборотного капитала в свою очередь положительно влияет на операционный результат компании, увеличивая в конечном счете свободный денежный поток фирмы и стоимость компании. В период экономического спада повышенное внимание компаний уделяется операционной эффективности, и в частности управлению оборотным капиталом,

поскольку неэффективный менеджмент может привести не только к низкому финансовому результату бизнеса в краткосрочной перспективе, но и минимизировать возможность реализации долгосрочных проектов или вообще поставить под угрозу дальнейшее существование бизнеса. Именно поэтому изучение детерминант оборотного капитала российских компаний имеет особенную актуальность в данный момент.

Детерминанты оборотного капитала

Существуют три базовых стратегии формирования и привлечения источников финансирования оборотного капитала: агрессивная, консервативная и компромиссная. Агрессивная стратегия предполагает, что долгосрочные обязательства являются источниками финансирования внеоборотных активов, необходимого минимума для поддержания операционной деятельности компании. Консервативная стратегия означает, что долгосрочными обязательствами покрывается также и переменная составляющая текущих активов. В этом случае кредиторская краткосрочная задолженность равна нулю, а риск отсутствия ликвидности минимален. Наконец, компромиссная стратегия предполагает, что долгосрочные обязательства покрывают внеоборотные активы и половину переменной части текущих активов, являясь, таким образом, промежуточной стратегией между агрессивной и консервативной стратегиями.

На сегодняшний день не существует единого теоретического концепта, описывающего управление оборотным капиталом. Наиболее релевантной в этом отношении называют теорию порядка финансирования, которая цитируется для объяснения внешних и внутренних факторов, влияющих на формирование оптимальной структуры капитала компании. Согласно ей, у компании есть некоторые предпочтения относительно порядка финансирования собственной деятельности: сначала собственные средства (retained earnings), затем краткосрочный долг, затем долгосрочный долг и наконец акционерный капитал.

В идеальном мире чистый оборотный капитал равен нулю, однако в реальности эта величина почти всегда отличается от нулевой. Каждый компонент оборотного капитала имеет свои недостатки и преимущества. Например, наличие запасов помогает нивелировать риск ситуаций, связанные с сезонностью продаж, однако повышает расходы на хранение и транспортировку товара. С другой стороны, недостаток запасов ведет к потенциальной потере продаж и клиентов, а также может негативно влиять на производственные процессы. Что касается дебиторской задолженности, то здесь налицо две противоположные идеи: с одной стороны, гибкость по отношению к клиентам может увеличить итоговую выручку, но при этом слишком щедрые условия могут привести к росту потерь по безнадежно просроченной дебиторской задолженности. Нахождение баланса в этих вопросах и является задачей управления оборотным капиталом.

У оборотного капитала существует несколько детерминант, которые в той или иной степени могут влиять на его величину. Согласно теории порядка финансирования, компания старается финансировать свои долгосрочные проекты с помощью внутренних средств, чтобы уменьшить издержки, сопутствующие выпуску ценных бумаг и мониторингу со стороны третьих лиц. Таким образом, наличие у компании более высокого финансового рычага будет свидетельствовать о более низком внутреннем финансировании. Более затратное внешнее финансирование ведет к тому, что фирмы с растущим уровнем долга уделяют оборотному капиталу большее внимание, избегая нерационального использования средств, которые бы могли приносить больший возврат на инвестиции, не будучи вовлеченными в операционный цикл компании (Nazir, 2009). В этой связи между финансовым рычагом (который, как правило, характеризуется долгосрочной частью долга) и уровнем оборотного капитала должна существовать отрицательная зависимость.

Еще одним следствием теории порядка финансирования является ожидание фирмой большего финансирования (в первую очередь, внутреннего) в контексте появляющихся возможностей роста. В этой связи у компании могут увеличиваться денежные запасы. Ожидание более высоких продаж приведет к увеличению запасов, которое может превалировать над

расширением кредитных возможностей для покупателя, что приведет к общему положительному эффекту возможностей роста на величину оборотного капитала. С другой стороны, фирмы с высоким темпом роста могут держать операционный оборотный капитал на сравнительно низком уровне для максимально большого возврата на инвестиции в оборотный капитал. В таком случае между операционной частью оборотного капитала (Working Capital Requirements), и возможностями роста будет наблюдаться отрицательная взаимосвязь. На основании данных предпосылок исследователи делают вывод о том, что между возможностями роста и оборотным капиталом предполагается значимая связь, которая в свою очередь может быть как отрицательной, так и положительной.

Еще одним важным фактором может являться асимметрия информации. Для компаний с меньшей прозрачностью при заданном уровне асимметрии информации труднее оценить стоимость будущих денежных потоков и эффект от долгосрочных проектов, ввиду чего рынок будет требовать большей премии за риск от инвестиций в такие компании, что будет означать для фирмы большие издержки привлечения капитала для финансирования своей деятельности. Отчасти это приведет к выводу теории порядка финансирования: сначала организации будут использовать собственные средства для обеспечения необходимых проектов. Таким образом, в условиях асимметрии информации фирмы будут вынуждены сокращать объем операционного оборотного капитала, чтобы иметь больше средств для нужд финансирования. Это приводит к отрицательной зависимости между операционной частью оборотного капитала и степенью асимметрии информации.

Размер компании и доступ к рынку капитала также имеют влияние на оборотный капитал. У более крупных фирм, как правило, степень внешнего мониторинга и, как следствие, уровень прозрачности деятельности находится на более высоком уровне, что позволяет таким компаниям получать преимущество от сниженных издержек на привлечение внешнего капитала и, таким образом, иметь менее строгие политики в отношении дебиторской задолженности и запасов. В результате наблюдается положительная связь между размером компании и величиной оборотного капитала. С другой стороны, у крупных фирм имеется большая переговорная сила по отношению к поставщикам и покупателям, следствием чего может стать и отрицательная взаимосвязь между оборотным капиталом и размером фирмы. Кроме того, эмпирические исследования свидетельствуют о том, что крупные фирмы ввиду более высокого профессионализма отличаются более качественным менеджментом цикла денежной конверсии.

Важной детерминантой оборотного капитала может быть уровень материальности активов компании. Выделяются две потенциально значимые взаимосвязи. С одной стороны, может ожидать отрицательное влияние на оборотный капитал, поскольку инвестиции в основные средства могут конкурировать с инвестициями в оборотный капитал ввиду ограниченности имеющихся финансовых ресурсов. С другой стороны, исходя из уровня асимметрии информации, фирмы с большими нематериальными активами столкнутся с большими агентскими издержками и более высокой асимметрией информации, что приведет к положительной связи с уровнем оборотного капитала.

Связь между волатильностью выручки и оборотным капиталом также может быть неоднозначной, согласно эмпирическим исследованиям (Hill, 2010). При более нестабильном уровне выручки компаниям достаточно трудно определять точный объем необходимого для поддержания операционного цикла оборотного капитала, поэтому компании могут планировать некоторый дополнительный объем оборотного капитала, чтобы перестраховаться и не нарушить производственные процессы компании. Тем не менее некоторые компании попутно улучшают кредитные условия для покупателей, позволяя таким образом снижать запасы до необходимого уровня, что демонстрирует обратную зависимость по отношению к оборотному капиталу.

Два типа взаимосвязи могут прослеживаться между операционным денежным потоком и величиной оборотного капитала. Инвестиции в оборотный капитал могут положительно зависеть от операционного денежного потока: лучшие финансовые результаты компании дают

большую возможность инвестировать, в том числе в операционный цикл компании. С другой стороны, более высокий денежный поток может привести к меньшей требовательности относительно кредиторской задолженности, что повлечет за собой сокращение оборотного капитала. Данная зависимость является скорее парадоксальной, но поддерживается некоторыми эмпирическими результатами (Arruhami, 2008).

Одной из наиболее значимых детерминант оборотного капитала, что подтверждается большинством эмпирических исследований, является уровень прибыльности компании. Для прибыльных компаний задача привлечения дополнительных средств на рынке капитала не является сложной, что позволяет компаниям держать операционную часть оборотного капитала на низком уровне, имея возможность компенсировать ее финансовой частью оборотного капитала, увеличивая ее в зависимости от возникающей необходимости, обусловленной динамикой бизнеса. Однако в некоторых работах была найдена и иная зависимость (Nazir, 2009). Это связано с тем, что компании с хорошим финансовым результатом могут позволить иметь более благоприятные кредитные условия по отношению к покупателям и держать меньше средств в кредиторской задолженности.

Нефинансовые переменные также могут оказывать влияние на уровень оборотного капитала. Так, возраст, будучи прокси-переменной возможностей роста для многих компаний, влияет на оборотный капитал аналогично возможностям роста. Молодые фирмы имеют большие возможности роста и, как следствие, более высокий объем оборотного капитала. По мере старения компании сокращаются и ее возможности роста, а вместе с ними и инвестиции в оборотный капитал. Таким образом, возможности роста негативно коррелируют с возрастом компании.

Другой нефинансовой переменной является количественный состав совета директоров компании. Несмотря на то что данный показатель еще не изучался масштабно в разрезе оборотного капитала, существует несколько работ, рассматривающих эту переменную в качестве потенциальной детерминанты. В одной из них исследователи приходят к выводу, что более многочисленному совету директоров труднее осуществлять мониторинг за деятельностью организации, что будет приводить к большему уровню оборотных средств компании (Moussawi, 2006). Таким образом, предполагается положительная связь между оборотным капиталом и количеством представителей в совете директоров компании.

Еще одной важной характеристикой совета директоров компании является степень независимости, или непредвзятости, его представителей. Предполагается, что более независимые члены совета директоров будут более требовательны к операционной эффективности компании, что снизит уровень оборотного капитала и цикла конверсии денежных средств. Данная гипотеза подтверждается некоторыми эмпирическими исследованиями (Zariyawati, 2010). Однако существует несколько исследований, показывающих неэффективность наличия независимых представителей в совете директоров. Это связано с тем, что процесс выбора независимых членов совета директоров зачастую не является прозрачным, что не дает гарантированных оснований для того, чтобы судить о непредвзятости этих представителей. Менеджеры, влияющие на процесс выбора представителей совета директоров, могут выбирать сторонников собственных решений (Cohen, 2010). Такая ситуация может привести к большей операционной неэффективности и, как следствие, более высокому уровню оборотного капитала. Таким образом, зависимость между оборотным капиталом и степенью независимости членов совета директоров может быть неоднозначной.

Помимо присущих конкретным организациям индивидуальных признаков на их финансовые показатели может также влиять общеэкономическая конъюнктура. В периоды рецессии типичный порядок ведения бизнеса иногда нарушается: могут появляться проблемы со сбором дебиторской задолженности и продажей запасов, что может привести к более высокому уровню оборотного капитала. Кроме того, оборотный капитал может искусственно поддерживаться на высоком уровне для гарантии непрерывности существующих процессов внутри организации в период тяжелой экономической ситуации. С другой стороны, менеджмент

оборотного капитала компаний может быть и проциклическим: в период экономического бума операционной эффективности может уделяться меньшее внимание, ввиду чего уровень оборотного капитала может быть повышенным, в то время как в период спада будет делаться упор на сокращение расходов, в том числе на изменение условий взаимодействия с покупателями и поставщиками. В результате экономическая конъюнктура может оказывать разностороннее влияние на оборотный капитал компании.

Поскольку Россия является развивающимся рынком, необходимо рассмотреть несколько работ, посвященных анализу детерминант оборотного капитала на развивающихся рынках.

Одной из таких работ является исследование иранских ученых, анализирующих детерминанты оборотного капитала на компаниях национальной биржи (Valipour, 2012). Они отмечают, что концепция управления оборотным капиталом заключается в умении менеджеров управлять краткосрочными инвестициями, а его цель – увеличение ликвидности, прибыльности и благосостояния акционеров. Базовым измерением эффективности управления оборотным капиталом может являться цикл конверсии наличности (cash conversion cycle). Помимо основных качественных характеристик компании существуют также некоторые количественные финансовые индикаторы, влияющие на него.

Исследователи делают несколько гипотез относительно ключевых факторов цикла конверсии денежных средств. Таким образом, они предполагают негативное влияние прибыльности на цикл конверсии денежных средств, поскольку этот параметр является одним из наиболее важных показателей эффективности деятельности всей компании, и поэтому он должен влиять на выбор того или иного уровня цикла конверсии денежных средств.

Операционный денежный поток является индикатором способности компании генерировать денежные средства и показывает тактику управления оборотным капиталом: больший операционный денежный поток достигается за счет более эффективного управления оборотным капиталом и ведет к более короткому циклу конверсии денежных средств. Таким образом, предполагается обратная взаимосвязь с размером операционного денежного потока.

Размер компании также может влиять на эффективность управления оборотным капиталом: более крупные компании имеют большую переговорную силу с поставщиками и клиентами в сравнении с более мелкими компаниями. Переговорная сила может заключаться, например, в способности компании пересогласовать условия взаимодействия с поставщиками и погашать свою задолженность перед ними в течение более длительного срока. Можно сделать вывод, что зависимость данного фактора и цикла конверсии денежных средств является обратной.

Растущие компании, как правило, обращают большее внимание на эффективность управления оборотным капиталом ввиду стремительно растущей клиентской базы. Хорошие финансовые результаты позволяют увеличивать срок выплат краткосрочных обязательств и стимулировать далее рост выручки. Отсюда можно сделать вывод об отрицательном влиянии роста продаж на цикл конверсии денежных средств.

Коэффициенты быстрой и текущей ликвидности являются индикаторами финансовой устойчивости компании на определенный момент времени. Исследователи предполагают, что компании, имеющие больший цикл конверсии денежных средств, должны сохранять больше наличности и краткосрочных инвестиций для лучшей операционной эффективности, что ведет к положительной зависимости между коэффициентами и циклом конверсии.

Долговая нагрузка также может оказывать серьезное влияние на управление оборотным капиталом. В ситуациях, когда она достаточно высока, фирмы могут быть ограничены во внутренних инвестициях и используют заемные средства для финансирования своих операций. Это свидетельствует о потенциально прямой зависимости между уровнем долга и циклом конверсии денежных средств.

Еще одним достаточно популярным с точки зрения изучения оборотного капитала рынком является Малайзия. Так, малазийские исследователи изучали компании списка Enterprise 50 (E50) в Малайзии: около 450 компаний, из которых порядка 50 представлены на бирже (Ridzuan,

2012). Присутствие в данном списке означает признание заслуг в области управления бизнесом и предпринимательстве, что делает изучение менеджмента оборотного капитала для данных компаний еще более привлекательным.

В другом исследовании детерминант оборотного капитала малазийских компаний отмечается, что качество менеджмента их оборотного капитала улучшается, однако скорее в области кредиторской задолженности, в то время как управление дебиторской задолженностью и запасами остается на невысоком уровне (Wasiuzzaman, 2013). Такая особенность достаточно типична для компаний развивающихся стран, которые характеризуются неэффективным использованием доступных ресурсов (Vijayakumar, 1996). Для того чтобы определить, что именно является источником этой неэффективности – макроэкономические факторы или особенности фирмы – и чтобы понять, какой информацией руководствуются финансовые менеджеры для определения объема оборотного капитала компании, исследователи пытаются определить детерминанты оборотного капитала малазийских компаний.

Используя несколько источников данных (Datastream International Database, ISI Emerging Markets Database, Research Insight Database), исследователи старались получить максимально обширную выборку для анализа. Кроме того, привлекались к изучению и годовые отчеты компаний для получения информации о характеристиках совета директоров. При первичном анализе данных исследователи выявили наличие значительных отличий в уровне оборотного капитала в зависимости от отрасли компаний в выборке. Данные результаты поддерживают гипотезу о том, что инвестиции в оборотный капитал могут диктоваться отраслевой спецификой и быть подвержены такому параметру, как, например, материальность активов компании.

Отрицательная связь между финансовым рычагом и оборотным капиталом соответствует теории порядка финансирования, при которой компании предпочитают финансировать свою деятельность вначале собственными средствами, и только потом привлекать внешние ресурсы с рынка капитала. Обратная связь степени материальности активов и оборотного капитала может быть вызвана тем, что при ограниченных финансовых ресурсах инвестиции в основные средства и оборотный капитал конкурируют между собой. В то время как финансовый рычаг является индикатором финансового риска компании, волатильность выручки является мерой операционного риска. Аналогично финансовому рычагу, она имеет отрицательное влияние на величину оборотного капитала, что свидетельствует о более жесткой реакции менеджеров на операционную эффективность в условиях большей волатильности выручки, когда они инвестируют меньше в оборотный капитал. При этом лучший результат продаж может приводить к увеличению запасов в ожидании продолжения положительной тенденции в продажах: данный парадоксальный вывод подтвердился в этом исследовании. Еще одной мерой финансового «здоровья» компании является операционный денежный поток, оказывающий значимое положительное влияние на уровень оборотного капитала: компании в условиях финансового благополучия могут применять более гибкие условия по отношению к клиентам. Отрицательное влияние размера фирмы на уровень оборотного капитала может означать более эффективный менеджмент у крупных компаний, что является следствием повышенной компетенции ее сотрудников. Последней крайне важной детерминантой оборотного капитала является экономическая конъюнктура: в условиях подъема фирмы увеличивают уровень оборотного капитала, а при упадке концентрируются на возможностях оптимизации и снижают его.

Пакистанские исследователи отмечают значимость отраслевой специфики при изучении оборотного капитала (Nazir, 2009). Первые наблюдения отраслевых различий появились еще в середине прошлого века: были выявлены значимые отличия в прибыльности, финансовом рычаге и коэффициентах ликвидности в зависимости от отрасли (Gupta, 1969). Кроме того, на основе факторного анализа было определено, что отраслевые различия в финансовых коэффициентах сохраняются с течением времени, т.е. являются динамически стабильными (Pinches, 1973). К аналогичным выводам пришли исследователи, изучавшие политики управления оборотным капиталом в 32 нефинансовых отраслях США: существуют значимые отраслевые различия в практиках управления оборотным капиталом, сохраняющиеся с тече-

нием времени, несмотря на то что сами практики также изменяются по прошествии лет (Filbeck, 2005).

Что касается других факторов, влияющих на уровень оборотного капитала, кроме отраслевой принадлежности, то в контексте развивающихся рынков можно выделить несколько важных наблюдений. Так, при тестировании связи оборотного капитала и прибыльности листинговых фирм было выявлено, что между несколькими показателями оборотного капитала, такими как оборачиваемость запасов, средний период платежа, цикл денежной конверсии, и операционной прибылью компании существует значимая отрицательная зависимость (Rehman, 2006). Кроме того, исследователи отмечают, что менеджеры могут создать дополнительный денежный поток для акционеров, изменяя цикл денежной конверсии до оптимального уровня.

Исследователи, изучающие особенности оборотного капитала бразильских компаний, обосновывают свои гипотезы, исходя из существующих теоретических концепций. Они отмечают, что на сегодняшний день не существует какой-либо единой теории, описывающей особенности управления оборотным капиталом. Это вызвано тем, что до сих пор нет четкого понимания того, каким образом должен определяться оптимальный уровень ликвидности и какие последствия могут принимать решения о выборе какого-либо уровня оборотного капитала на стоимость компании и потоки для акционеров. Несмотря на это, исследователи отмечают несколько базовых теорий, на которых они основывают предпосылки о влиянии на оборотный капитал. Первой из них является теория порядка финансирования, которая, в частности, гласит о том, что компании предпочитают внутреннее финансирование внешнему. Это приводит к гипотезе о том, что оборотный капитал будет иметь отрицательную связь со значением финансового рычага. Еще одной важной концепцией является агентская теория, которая была разработана в 70-х годах прошлого века (Jensen, 1976). Решения менеджера могут не всегда соответствовать решениям, приводящим к большему выигрышу акционеров. Для минимизации подобных ситуаций собственники вводят несколько инструментов: премирование, мониторинг и санкции. На практике первое заключается в выделении части акций управляющему менеджеру, второе – в виде присутствия большего количества независимых членов совета директоров, а третье – практики корпоративного контроля за несанкционированной деятельностью. Таким образом, наличие подобных инструментов обеспечивает более высокую операционную эффективность со стороны менеджеров организации, в частности, в управлении оборотным капиталом. Этот вывод приводит исследователей к еще одной гипотезе: существует отрицательная взаимосвязь между инструментами мониторинга и уровнем оборотного капитала. В продолжение агентской проблемы исследователи указывают, что при наличии в организации хороших финансовых результатов и, как следствие, операционного денежного потока менеджеры легче идут на нецелевые расходы и имеют меньше стимулов к операционной эффективности. Это приводит к тому, что операционный денежный поток отрицательно коррелирует с уровнем оборотного капитала в организации.

Результаты, полученные исследователями, лишь частично коррелировали с ранними работами на данную тематику: так, между циклом конверсии денежных средств и финансовым рычагом была найдена значимая отрицательная связь.

Несмотря на то что основная часть эмпирических исследований оборотного капитала проводится на выборке стран развивающихся рынков, с недавнего времени начали появляться и первые работы по компаниям развитых стран. Одним из таких примеров является исследование детерминант оборотного капитала европейских компаний (Koralun-Bereznicka, 2014).

В первую очередь исследователем отмечается, что ввиду влияния на оборотный капитал не только внутренних факторов, но и внешних существуют различия между выводами о детерминантах от одной стране к другой. Это может быть вызвано тем, что корпоративные финансовые стратегии могут быть подвержены национальным особенностям, связанным с государственным регулированием, спецификой финансового рынка и так далее. Однако на данный момент нет никаких формальных исследований на тему связи национальной принад-

лежности компаний и их управлением оборотным капиталом. Кроме того, автор перечисляет несколько факторов, которые присутствуют и в других работах на данную тематику: влияние отраслевой специфики, размера компании и т.д.

В результате исследователь делает несколько выводов:

- Вне зависимости от размера фирмы, национальная принадлежность оказывает более значимое влияние на уровень оборотного капитала, чем отраслевая принадлежность.
- Фактор отраслевой принадлежности является более значимой во влиянии на управление оборотным капиталом, чем размер компании; однако данный вывод не распространяется на компании Испании, Италии и Нидерландов;
- На все отрасли, кроме сельского хозяйства, национальная принадлежность влияет более значимо, чем размер компании. Это вызвано тем, что между странами Евросоюза существуют некоторые различия в экономическом управлении и регулировании.

Особенности анализа оборотного капитала в контексте жизненного цикла организаций

Эффективность управления оборотным капиталом необходима на каждой стадии жизненного цикла организации: глобальная экономика находится в постоянном изменении, значительные технологические изменения вкупе с ужесточающейся глобальной конкуренцией заставляют менеджеров быть более ответственными при принятии управленческих решений. Одним из наиболее сложных и важных решений в таких условиях является управление выручкой и оборотным капиталом, значимость которых для выживания компании трудно переоценить.

Неумелое управление оборотным капиталом может стать губительным даже для тех компаний, которые имеют хорошую финансовую позицию в долгосрочной перспективе. Прошедший финансовый кризис показал, что многие компании были вынуждены столкнуться с повышенными рисками ведения бизнеса, такими как возросшие затраты, ограничение финансирования банками и так далее. Именно это послужило толчком для оптимизации внутренних операций компании и осознания важности эффективного управления оборотным капиталом.

Оборотный капитал обозначает доступность текущих активов для операционной деятельности компании. Обычно его наиболее значимыми компонентами являются запасы, дебиторская и кредиторская задолженность. В классической трактовке оборотный капитал определяется как разница между текущими активами и текущими обязательствами.

Оборотный капитал является важной частью финансового менеджмента, поскольку он отражает управление краткосрочными активами и обязательствами фирмы со сроком действия менее одного года, представляя, таким образом, обычно основную часть баланса компании. Кроме того, управление оборотным капиталом напрямую влияет как на прибыльность, так и на ликвидность данной компании. Эффективный менеджмент оборотного капитала должен быть фундаментальной частью общей корпоративной стратегии, направленной на увеличение благосостояния акционеров.

Обзор научных работ по определению детерминант оборотного капитала и связанных с ними теоретических концепций показал, что исследователи не рассматривали различного влияния драйверов оборотного капитала в зависимости от различного состояния компаний. Но неправильно предполагать, что потенциальные зависимости между оборотным капиталом и его детерминантами применимы и одинаковы на каждой из стадий жизненного цикла. В зависимости от того или иного этапа развития компании организация фокусируется на определенных задачах или показателях, которые меняются от одной стадии жизненного цикла к другой. Вместе с этим может изменяться и влияние детерминант оборотного капитала. Так, установленная отрицательная связь между оборотным капиталом и финансовым рычагом компании может не наблюдаться на стадии роста: это связано с тем, что главное внимание организации на данной стадии сосредоточено на наращивании объема производства и завоевании доли

рынка, в то время как операционная эффективность может уйти на второй план. Даже при растущей доле долгового финансирования организация, вероятно, будет обеспечивать обслуживание долга не за счет лучшего менеджмента оборотного капитала, а благодаря лучшему стимулированию продаж. Напротив, на стадиях зрелости и упадка акцент в сторону прибыльности бизнеса может привести к значимому влиянию уровня долга на управление оборотным капиталом. Еще одним примером может являться фактор материальности активов. В общем случае при ограниченности финансовых ресурсов инвестиции в основные средства могут конкурировать с инвестициями в операционный цикл компании. Однако на этапе упадка можно предположить отсутствие значимой взаимосвязи между этими факторами. Это связано с тем, что на данной стадии происходит сокращение масштаба организации, которое, как правило, сопряжено с уменьшением инвестируемых в компанию ресурсов. Тем не менее выбор источника экономии является сугубо управленческим решением: можно ожидать как продажу части основных средств, так и уменьшение ресурсов, заложенных в оборотный капитал компании. Стоит отметить, что на этапе роста и зрелости, которые сопряжены с увеличением или поддержанием уровня продаж и доли рынка, будет верна искомая гипотеза о влиянии материальности активов на уровень оборотного капитала. Что касается других потенциальных детерминант оборотного капитала (размер организации, возраст организации, прибыльности и т.д.), то их влияние ожидаемо на каждой из стадий жизненного цикла.

Гипотезы и методология

Согласно теории порядка финансирования, компании предпочитают использовать для обеспечения собственной деятельности вначале собственные средства, лишь потом прибегая к заемному финансированию. Таким образом, растущий финансовый рычаг является свидетельством нехватки собственных средств для ведения бизнеса и, как следствие, ведет к большему вниманию к операционной эффективности и поддержанию оборотного капитала на приемлемо низком уровне. Данная зависимость наблюдается, в частности, в работе Абади (Abbadi, 2013).

H1: *Оборотный капитал компании отрицательно коррелирует с финансовым рычагом компании.*

Более крупные компании имеют лучший доступ к рынку капитала, что позволяет им иметь финансовую гибкость, больше инвестируя, например, в кредитные условия для собственных клиентов, имея возможность возместить необходимые для ведения бизнеса средства на рынке капитала. Данная зависимость наблюдается в работе Чью (Chiou, 2006).

H2: *Оборотный капитал компании положительно зависит от размера компании.*

Поскольку компании, как правило, функционируют в рамках ограниченных финансовых ресурсов, финансовые менеджеры могут сталкиваться с дилеммой: инвестировать в основные средства для достижения долгосрочного роста или инвестировать в оборотный капитал для получения результата в краткосрочной перспективе. Данный компромисс говорит о конкурентности инвестиций в основные средства с инвестициями в оборотный капитал. Вывод подтверждается работой Аль Талеба (Al Taleb, 2010).

H3: *Оборотный капитал компании отрицательно коррелирует с материальностью активов компании.*

Возраст компании во многих теориях отождествляется с потенциальными возможностями роста организации. В свою очередь возможности роста напрямую связаны с оборотным капиталом: большие возможности предполагают большее финансирование операционного цикла. Таким образом, с течением жизненного цикла объем необходимого для расширения деятельности организации оборотного капитала может сокращаться. Данная зависимость наблюдается в работе Васьюзамана (Wasiuzzaman, 2013).

H4: *Оборотный капитал отрицательно зависит от возраста компании.*

Прибыльность компаний может иметь два одинаково направленных эффекта на оборотный

капитал: во-первых, в условиях большей прибыльности, компании имеют лучшую возможность инвестировать в операционный цикл компании. Во-вторых, при большей прибыльности фокус организации смещается с достижения операционной эффективности на другие области деятельности, например, разработку долгосрочных проектов развития организации. Данная зависимость, в частности, подтверждается работой Назира (Nazir, 2009).

H5: *Оборотный капитал компании положительно коррелирует с прибыльностью/доходностью компании.*

При улучшении экономической конъюнктуры компании уделяют меньше внимание достижению большей эффективности в управлении операционным капиталом, фокусируясь на других задачах: завоевание доли рынка, расширение клиентской базы и т.д. Напротив, при наступлении рецессии в рамках сокращения расходов компании ищут возможные источники экономии, не забывая об оборотном капитале как об одной из потенциальных зон для решения этой задачи.

H6: *Оборотный капитал компании положительно коррелирует с состоянием национальной экономики.*

Все вышеперечисленные гипотезы относятся к каждой стадии жизненного цикла. Во-первых, на стадии роста, особенно на ее начальном этапе, компании зачастую финансируются собственными средствами или сторонним частным капиталом, поэтому не может идти речи о дисциплинирующем влиянии долговой нагрузки на операционную эффективность: на стадии роста влияние финансового рычага предполагается незначимым. Во-вторых, на стадии спада, когда компания направляется к прекращению деятельности, ее менеджеры начинают процесс изъятия средств из компании. В этом случае порядок изъятия средств может быть стихийным и стандартная закономерность о конкурентности между инвестициями в оборотный капитал и инвестициями в основные средства не будет наблюдаться: таким образом, на стадии спада предполагается отсутствие корреляции между материальностью активов и оборотным капиталом компании. Сводная информация о гипотезах влияния детерминант оборотного капитала выглядит следующим образом (см. табл. 1):

Таблица 1

Влияние детерминант оборотного капитала

| Стадии жизненного цикла организации / Детерминанты оборотного капитала | Рост | Зрелость | Спад |
|--|------|----------|------|
| Финансовый рычаг | | - | - |
| Размер | + | + | + |
| Материальность активов | - | - | |
| Возраст | - | - | - |
| Прибыльность (ROA) | + | + | + |
| Состояние экономики | + | + | + |

Для деления компаний по стадиям ЖЦО используем модель Энтони и Рамеша (Anthony, Ramesh, 1992). Для большей достоверности исследования необходимо внести в эту модель некоторые коррективы, требуемые спецификой изучаемых данных. В первую очередь, подавляющая доля российских компаний является закрытым акционерным обществом (ЗАО), и потому эти компании не публикуют данные о выплате дивидендов акционерам. Это обстоятельство вынуждает задуматься о поиске прокси-переменной payout ratio, который является одной из детерминант жизненного цикла по методологии Энтони и Рамеша. В этой задаче помогает исследование Овена и Явсана, в рамках которого исследователи выявляют, что доля нераспределенной прибыли в общих активах компании является корректной аппроксимацией доли выплат дивидендов (Owen, 2010). Они утверждают, что на начальных этапах жизненного цикла компании используют частные средства для финансирования собственной дея-

тельности, но на следующих стадиях жизненного цикла они накапливают нераспределенную прибыль для создания финансовой безопасности организации и долгосрочного инвестирования в рост компании.

Во-вторых, необходимо скорректировать один из главных минусов модели – определение не абсолютных, а относительных стадий жизненного цикла организации. Это вносит неточности в проводимые исследования, поскольку общая абсолютная динамика рынка или отрасли – даже в периоды экономического роста модель может отнести компании, растущие в абсолютных цифрах, к компаниям стадии упадка, потому что их показатель роста будет ниже среднерыночного. Для увеличения точности модели предлагается следующая модификация: детерминанты по концепции Энтони и Рамеша будут пронормированы по среднеотраслевым значениям на основе отраслевых кодов компаний в каждый из исследуемых годов изучаемого временного интервала. В частности, данное изменение относится к изменению капитальных затрат, росту выручки и доли нераспределенной прибыли в общих активах компании. Данное изменение позволяет учесть неоднородное развитие отраслей в течение анализируемого периода. Кроме того, существуют значимые отличия по среднеотраслевым значениям детерминант: например, у производственных компаний показатель капитальных затрат будет гораздо выше, чем, например, у компаний сельскохозяйственного сектора.

Обозначим четыре показателя, используемые для распределения компаний по стадиям жизненного цикла, а затем приведем формулы их расчета в рамках данной работы: возраст компании (Age), нормированный по среднеотраслевому значению темп прироста выручки (Revenue Growth), нормированный по среднеотраслевому значению темп прироста капитальных затрат организации (CAPEX), нормированная по среднеотраслевому значению доля нераспределенной прибыли в общих активах компании (RE/TA). Наличие звездочки в обозначениях формул отличает среднеотраслевое значение показателя.

$$Age = AnalysisDate - Date of Foundation$$

где *Analysis date* – дата проведения эмпирического исследования, а *Date of Foundation* – дата основания компании;

$$Capex_t = \frac{Fixed Assets_t}{Fixed Assets_{t-1}} - \frac{Fixed Assets_{*t}}{Fixed Assets_{*t-1}},$$

где *Fixed Assets* – объем основных средств на дату наблюдения;

$$RevenueGrowth_{*t} = \frac{Revenue_t}{Revenue_{t-1}} - \frac{Revenue_{*t}}{Revenue_{*t-1}},$$

где *Revenue* – размер выручки, заработанный компанией за определенный период;

$$\Delta \frac{RetainedEarnings}{TotalAssets}_t = \frac{RE}{TA}_t - \frac{RE}{TA}_{*t},$$

где *RE/TA* – доля нераспределенной прибыли организации в объеме общих активов.

Для каждого наблюдения считается значение каждого индикатора при условии наличия необходимых для расчета величин. Для каждого из годов внутри каждой из девяти обозначенных отраслей наблюдения упорядочиваются по возрастанию или убыванию (в зависимости от показателя) и разбиваются на три равные по количеству наблюдений внутри группы по соответствующим процентиллям (0–33%, 33–66% и 66–100%). В зависимости от попадания в ту или иную группу по каждому показателю наблюдению присваивается определенный рейтинговый балл (см. табл. 2).

Таблица 2

Определение рейтинговых баллов

| Переменная / значение | Age | CAPEX | Revenue Growth | RE/TA |
|-----------------------|-----|-------|----------------|-------|
| Низкий | 3 | 1 | 1 | 1 |
| Средний | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Высокий | 1 | 3 | 3 | 3 |

Далее рейтинговые баллы каждого наблюдения по четырем показателям складывались для получения общего рейтинга наблюдения. Стоит отметить, что в рамках этой операции использовалась модификация модели, исключая из исследования наблюдения, находящиеся на стыке двух стадий жизненного цикла. Это позволяет получить более точные результаты, анализируя впоследствии каждую из стадий жизненного цикла в отдельности. Таким образом, компании распределялись по стадиям жизненного цикла на основании итогового рейтинга наблюдения по следующему алгоритму (см. табл. 3):

Таблица 3

Соответствие рейтингового балла стадиям ЖЦО

| Рейтинг | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
|---------|------|------|---|----------|----------|----------|----|------|------|
| Стадия | Спад | Спад | – | Зрелость | Зрелость | Зрелость | – | Рост | Рост |

Далее обозначим модель, в рамках которой будут исследоваться детерминанты оборотного капитала. В качестве независимой переменной был выбран уровень оборотного капитала, пронормированный по общим активам компании. Данный показатель представляет собой сумму дебиторской задолженности и запасов за вычетом кредиторской задолженности, т.е. он отвечает за операционную составляющую оборотного капитала. В качестве независимых переменных были выбраны наиболее значимые, согласно описанным ранее эмпирическим исследованиям, переменные:

- финансовый рычаг, рассчитанный в виде отношения долгосрочного долга к общим активам компании (*Leverage*);
- доходность по общим активам компании (*ROA*);
- размер компании, рассчитанный в виде логарифма величины общих активов компании (*Size*);
- материальность активов, рассчитанная в виде отношения материальных основных активов (*fixed tangible assets*) к общим активам компании (*Tangibility*);
- кризисное состояние экономики, обозначенное в виде дамми-переменной, принимающей единичное значение в 2009 году (*Recession*);
- возраст компании, рассчитанный в виде количества лет со дня основания компании (*Age*).

Таким образом, итоговая модель исследования детерминант оборотного капитала выглядит следующим образом:

$$WCR_t = \alpha + \beta_1 Leverage_{t-1} + \beta_2 ROA_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Tangibility_{t-1} + \beta_5 Age_{t-1} + \beta_6 Recession_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Зависимая переменная модели учитывает только операционную часть оборотного капитала:

$$WCR = \frac{Accounts\ receivable + Inventory - Accounts\ payable}{Total\ assets} \quad (2)$$

Выбор лагированных переменных обусловлен двумя причинами: во-первых, он устраняет проблему эндогенности, свойственную многим эмпирическим исследованиям; а во-вторых, имеет логическое обоснование, ведь при финансовом планировании следующего года финансовые менеджеры зачастую вынуждены оперировать текущими результатами и параметрами компании.

Исходные данные и спецификация модели

Для проведения данного исследования использовалась информация из базы данных Van Dijk-Ruslana за период 2004–2013 годов. При отборе наблюдений был введен ряд ограничений для большей репрезентативности. Во-первых, были отобраны только те российские компании, которые имеют юридическую форму акционерного общества. Во-вторых, по отраслевому NACE-коду были исключены несколько сегментов: финансовые и банковские компании, го-

сударственные организации и компании сектора. Это связано с тем, что деятельность данных компаний специфична и определенным образом влияет на финансовые показатели, делая их несопоставимыми с компаниями прочих отраслей в одной выборке. В-третьих, для большей репрезентативности был определен минимальный порог величины общих активов компании – 1 млн долларов. Это позволило, с одной стороны, отфильтровать компании, которые с большой долей вероятности находятся на стадии рождения с точки зрения жизненного цикла, а также исключить небольшие компании, финансовые данные которых могут быть недостоверными по причине некорректного финансового учета. Наконец, было проведено исключение компаний холдингового типа. Общее количество компаний в выборке составило более 8500.

Отраслевая структура выборки состоит из девяти отраслей (см. рис. 1), наибольшее представительство имеют промышленность (39%), строительство (13%) и сельское хозяйство (12%).

Структура выборки по отраслям

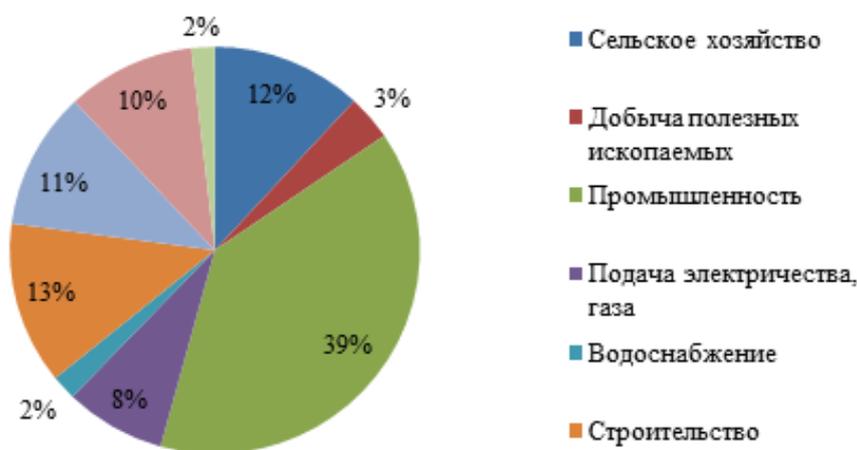


Рисунок 1. Структура российских компаний по отраслям

Наибольшую долю выборки заняли наблюдения на стадии зрелости, примерно одинаковое количество наблюдений фирма-лет было зафиксировано на стадиях роста и спада (см. рис. 2):

Структура наблюдений по стадиям жизненного цикла организации

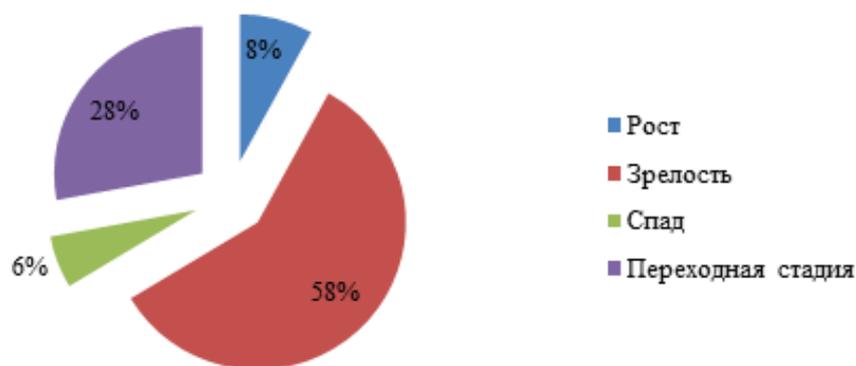


Рисунок 2. Структура наблюдений в разбивке по стадиям жизненного цикла организации

Тестирование гипотез

Приведенные ранее гипотезы тестировались стандартным методом регрессионного анализа – методом наименьших квадратов (МНК). Указанные ранее зависимости тестировались

для каждой стадии жизненного цикла в отдельности. На стадии роста каждая из выбранных переменных оказалась значимой (см. табл. 4). Общая объясняющая сила модели оказалась невысокой ($R^2 = 36\%$), что является приемлемым уровнем и соответствует аналогичным показателям из сопоставимых исследований детерминант оборотного капитала. Модель оборотного капитала на стадии роста выглядит следующим образом:

$$WCR_t = 0,07 - 0,06Leverage_{t-1} + 0,05ROA_{t-1} - 0,01Size_{t-1} - 0,31Tangability_{t-1} - 0,0002Age_{t-1} + 0,04Recession_t \quad (3)$$

Таблица 4

Проверка детерминант оборотного капитала компаний на стадии роста

| | Coefficients | standard Error | t Stat | P-value |
|-------------|--------------|----------------|----------|----------|
| Intercept | 0,067957 | 0,006394 | 10,62814 | 5,15E-26 |
| Leverage | -0,05796 | 0,024785 | -2,33851 | 0,019413 |
| Size | -0,00487 | 0,001693 | -2,87441 | 0,004071 |
| Tangibility | -0,30512 | 0,014696 | -20,7618 | 1,01E-90 |
| ROA | 0,045455 | 0,019056 | 2,385277 | 0,017116 |
| Age | -0,00022 | 0,000103 | -2,16081 | 0,030773 |
| Recession | 0,040611 | 0,008613 | 4,714989 | 2,51E-06 |

Источник: Расчеты авторов.

На стадии зрелости большая часть детерминант оказалась незначимой (см. табл. 5): финансовый рычаг, размер и возраст компании, а также состояние экономической конъюнктуры не оказывают влияния на выбор объема оборотного капитала согласно построенной модели. Тем не менее показатели материальности активов и доходности по активам являются значимыми в данной модели. Уровень объясняющей силы модели находится на сопоставимом со стадией роста уровне ($R^2 = 35\%$). Итоговая модель оборотного капитала для данной стадии жизненного цикла описывается следующим образом:

$$WCR_t = -0,06 + 0,43ROA_{t-1} + 0,05Tangability_{t-1} \quad (4)$$

Таблица 5

Проверка детерминант оборотного капитала компаний на стадии зрелости

| | Coefficients | standard Error | t Stat | P-value |
|-------------|--------------|----------------|----------|----------|
| Intercept | -0,06462 | 0,005974 | -10,8181 | 1,07E-26 |
| Tangibility | 0,047795 | 0,020405 | 2,342296 | 0,019243 |
| ROA | 0,433233 | 0,023373 | 18,53535 | 5,03E-72 |

Источник: Расчеты авторов.

Наконец, на стадии спада, как и на стадии зрелости, часть детерминант также оказалась незначимой (см. табл. 6): состояние экономики и возраст компании не являются значимыми для определения уровня оборотного капитала компании. Напротив, показатели финансового рычага, размера, материальности активов и доходности по активам компании оказывают значимое влияние на оборотный капитал. Стоит при этом отметить достаточно высокую степень объясняющей силы модели ($R^2 = 64\%$):

$$WCR_t = 0,09 + 0,05Leverage_{t-1} + 0,97ROA_{t-1} - 0,01Size_{t-1} - 0,09Tangability_{t-1} \quad (5)$$

Таблица 6

Проверка детерминант оборотного капитала компаний на стадии спада

| | Coefficients | Standard Error | t Stat | P-value |
|-------------|--------------|----------------|----------|----------|
| Intercept | 0,095317 | 0,015704 | 6,069731 | 1,47E-09 |
| Leverage | 0,046274 | 0,020331 | 2,276046 | 0,022926 |
| Size | -0,00971 | 0,004744 | -2,04665 | 0,040796 |
| Tangibility | -0,08621 | 0,031603 | -2,72794 | 0,006417 |
| ROA | 0,969165 | 0,022857 | 42,40148 | 2,6E-297 |

Источник: Расчеты авторов

Таким образом, результаты влияния детерминант оборотного капитала на выборке российских компаний можно представить в виде сводной таблицы (см. табл. 7):

Таблица 7

Детерминанты оборотного капитала российских компаний

| Стадии жизненного цикла компании / Детерминанты оборотного капитала | Рост | Зрелость | Спад |
|---|----------|----------|----------|
| Финансовый рычаг | -0,058* | 0,000 | 0,047* |
| Размер | -0,005** | -0,004 | -0,010* |
| Материальность активов | -0,305** | 0,048* | -0,087** |
| Возраст | -0,001* | 0,000 | 0,000 |
| Прибыльность (ROA) | 0,045* | 0,433** | 0,970** |
| Состояние экономики | 0,041** | 0,002 | 0,004 |

* – значимость фактора на 1%-ном уровне значимости;

** – значимость фактора на 5%-ном уровне значимости;

Источник: Расчеты авторов.

Рассмотрим данные результаты с точки зрения искомых гипотез.

H1: *Оборотный капитал компании отрицательно коррелирует с финансовым рычагом компании на стадиях зрелости и спада.*

Данная гипотеза не подтвердилась, поскольку ожидаемая зависимость наблюдалась лишь на стадии роста, в то время как на стадии зрелости фактор оказался незначимым, а на стадии спада отмечена положительная корреляция. Можно сделать вывод, что даже для растущих компаний долговая нагрузка положительно влияет на операционную эффективность, в то время как для зрелых компаний размер оборотного капитала определяется исходя из других параметров. Положительную же связь на стадии упадка можно объяснить лишь тем, что компании стараются вернуть утраченную рыночную позицию за счет большего долгового финансирования выгодных клиентских условий.

H2: *Оборотный капитал компании положительно зависит от размера компании на всех стадиях жизненного цикла.*

Данная гипотеза подтвердилась лишь частично, показав предполагаемую связь на стадии спада, в то время как на стадии роста наблюдается отрицательная корреляция, а для стадии зрелости переменная незначима. Это может свидетельствовать о том, что на стадии роста компании могут достигать эффекта масштаба, наращивая основные средства, не увеличивая при этом объем оборотного капитала, необходимый для поддержания операционных процессов.

H3: *Оборотный капитал компании отрицательно коррелирует с материальностью активов компании на стадии роста и зрелости.*

Данная гипотеза подтвердилась частично, продемонстрировав ожидаемую взаимосвязь на стадии роста, а также на стадии спада, для которой изначально данный фактор предполагался незначимым. Лишь на стадии зрелости была обнаружена положительная корреляция материальности активов с оборотным капиталом, что означает соразмерное обеспечение оборотным капиталом материальных основных средств и потенциальное отсутствие на обе данные цели финансовых ограничений у зрелых компаний.

H4: *Оборотный капитал компании отрицательно зависит от возраста компаний на всех стадиях жизненного цикла.*

Данная гипотеза была поддержана результатами исследования частично, показав ожидаемую отрицательную корреляцию на стадии роста, в то время как на стадии зрелости и спада переменная оказалась незначимой.

Н5: *Оборотный капитал компании положительно коррелирует с прибылью/доходностью компании на всех стадиях жизненного цикла.*

Гипотеза оказалась полностью подтвержденной на каждой из стадий жизненного цикла, в то время как фактор продемонстрировал высокий уровень значимости в каждой из моделей, что дает возможность утверждать, что для российских компаний финансовый результат является одним из наиболее важных факторов при принятии решения об объеме оборотного капитала следующего периода.

Н6: *Оборотный капитал компании положительно коррелирует с состоянием национальной экономики на всех стадиях жизненного цикла.*

Гипотеза вновь подтвердилась лишь частично, подтвердив предположительную корреляцию лишь на стадии роста и констатируя незначимость фактора на других стадиях жизненного цикла, на которых объем оборотного капитала выбирается, исходя скорее из внутренних параметров организации, а не общеэкономической конъюнктуры.

По движению по жизненному циклу от стадии роста к стадии спада наблюдается более серьезное падение прибыльности, чем величины оборотного капитала, что говорит о более эффективном менеджменте на ранних стадиях жизненного цикла (см. табл. 8):

Таблица 8

**Медианные значения превышения показателей
ROA и WCR относительно среднеотраслевых значений**

| Стадии жизненного цикла компании / Показатель | Рост | Зрелость | Спад |
|---|-------|----------|--------|
| ROA | 8,3% | -0,8% | -12,2% |
| WCR | 10,2% | 5,2% | -2,3% |

Таким образом, большая часть гипотез о детерминантах оборотного капитала подтвердилась лишь частично, продемонстрировав серьезную разницу не только между количеством факторов, влияющих на оборотный капитал организации на различных стадиях жизненного цикла организации, но и на характер данного влияния. Определяющей детерминантой оборотного капитала российских компаний можно считать доходность по общим активам компании.

Выводы

На основе результатов исследования можно заключить, что у оборотного капитала есть несколько базовых детерминант, количество и степень влияния которых значительно отличаются по стадиям жизненного цикла. Кроме того, стоит отметить влияние управления оборотным капиталом на операционный результат организации.

- На основании проверенных гипотез можно сформулировать некоторые выводы о влиянии на оборотный капитал его детерминант для российских компаний:
- на стадии роста компании достигают эффекта масштаба и эффективности в управлении оборотным капиталом;
- на стадии роста компании не имеют финансовых ограничений для выбора инвестирования в оборотный капитал или основные средства;
- на стадии роста компании используют благоприятную экономическую конъюнктуру для расширения инвестиций в оборотный капитал;
- для компаний всех стадий прибыльность определяет объем оборотного капитала.

Список литературы

1. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. 2006. № 11. С. 60–67.
2. Черкасова В.А, Теплова О.Ю. Исследование факторов, влияющих на инвестиционную активность компаний // Корпоративные финансы. 2011. № 3. С. 5–18.
3. Широков Г.В., Меркурьева И.С., Серова О.Ю. Особенности формирования жизненных циклов российских компаний (эмпирический анализ) // Российский журнал менеджмента. 2006. № 3. С. 3–26.
4. Abbadi S.M., Abbadi R.T. (2013), The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 5 No. 1, pp. 224–228.
5. AL Taleb, G., AL-Naser AL-Zoued, A., AL-Shubiri F.N. (2010), The Determinants of Effective Working Capital Management Policy: A Case Study on Jordan, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Vol.2, No.4, pp. 248–264.
6. Anthony, J., Ramesh, K. (1992), Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.15, pp. 203–227.
7. Appuhami, B.A.R. (2008), The impact of firms' capital expenditure on working capital management: An empirical study across industries in Thailand, *International Management Review*, Vol.4, No.1, pp. 8–21.
8. Chiou, J.R., Cheng, L. Wu, H.W. (2006), The Determinants of Working Capital Management, *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol. 10, No.1, pp. 45–57.
9. Cohen, L., Frazzini, A., Malloy, C. (2010), Hiring cheerleaders: Board appointments of «independent» directors, *European Finance Association: 36th Annual Meeting*, Bergen, European Finance Association, Norway, 19–22 August 2010.
10. Filbeck, G., Krueger, T. (2005), Industry Related Differences in Working Capital Management, *Mid-American Journal of Business*, Vol. 20, No. 2, pp. 11–18.
11. Gupta, M.C. (1969), The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies, *Journal of Finance*, Vol. 24, No. 3, pp. 517–529.
12. Hawawini, G., Viallet, C., Vora, A. (1986), Industry influence on corporate working capital decisions, *Sloan Management Review*, Vol. 27, No. 4, pp. 15–24.
13. Hill, M.D., Kelly, G.W., Highfield, M.J. (2010), Net operating working capital behaviour: A first look, *Financial Management*, Vol. 39, No. 2, pp. 783–805.
14. Jensen, M.C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323–329.
15. Koralun-Bereznicka, J. (2014), On the Relative Importance of Corporate Working Capital Determinants: Findings from the EU Countries, *Contemporary Economics*, Vol. 8, No. 4, pp. 415–434.
16. Merville, L.J., Tavis, L.A. (1973), Optimal Working Capital Policies: A Chance Constrained Programming Approach, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 7, No. 1, pp. 47–60.
17. Mohamad, N., Saad, N. (2010), Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 11, pp. 140–147.
18. Mohd, R., Roudaki, J., Radford, J. (2008), The Determinants of Working Capital Management Practices: A Malaysian Perspective Research Proposal, unpublished dissertation», Lincoln University, New Zealand, 2008.
19. Moussawi R., LaPlante M., Kieschnick R., Baranchuk N. (2006), «Corporate working capital

- management: Determinants and consequences, Working Paper, Baylor University, 2006.
20. Nakamura, W.T., Palombini, N.V.N. (2012), The Determinant factors of working capital management in the Brazilian Market, *Scielo*, Vol. 52, No.1, pp. 55–69.
 21. Nazir, M.S., Afza, T. (2009), Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol.15, No. 8, pp. 19–30.
 22. Nazir, M.S., Afza, T. (2009), Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan, *The Icfai Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 4, pp. 28–38.
 23. Owen, S., Yawson, A. (2010), Human development and cross-border acquisitions, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 17, pp. 689–701.
 24. Pinches, G.E., Mingo, K.A., Caruthers, J.K. (1973), The Stability of Financial Patterns In Industrial Organizations, *Journal of Finance*, Vol. 28, No. 2, pp. 389–396.
 25. Rehman, A., Nasr, M. (2007), Working Capital Management and Profitability: Case of Pakistani Firms, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3, No. 1, pp. 279–300.
 26. Ridzuan, M., Darun, M. (2012), The Determinants of Working Capital Management Practices Malaysian Perspective, PhD thesis, Lincoln University, 2012.
 27. Valipour, H., Moradi, J., Farsi, F.D. (2012), The Impact of Company Characteristics on Working Capital Management, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 2, No. 1, pp. 105–125.
 28. Vijayakumar, A., Venkatachalam, A. (1996), Responsiveness of Working Capital Management-A Case Study of Tamilnadu Sugar Corporation, *Finance India*, Vol. 10, No. 3, pp. 647–655.
 29. Wasiuzzaman, S., Arumugam, V.C. (2013), Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 7, No. 2, pp. 63–83.
 30. Weinraub, H.J., Visscher, S. (1998), Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol. 11, No. 2, pp. 11–18.
 31. Zariyawati, M. A., Taufiq, H., Annuar, M. N., Sazali, A. (2010), Determinants of Working Capital Management: Evidence from Malaysia, *Financial Theory and Engineering: Proceedings of the 2010 International Conference*, Dubai, UAE, 18–20 June 2010, pp. 190–194.